

La mappa/2

I NUOVI PRODOTTI

Pir, nessuna gradualità sui vincoli per Mtf e venture capital

La conferma: la parte preminente del capitale andrà a imprese radicate sul nostro territorio

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

I piani individuali di risparmio (Pir) introdotti dalla legge di bilancio 2017 hanno rappresentato un'importante novità nel sistema finanziario nazionale. Nel 2017 la raccolta dei Pir si è attestata a 10,9 miliardi, mentre nel 2018 è scesa a 4 miliardi. Gli aspetti di questo strumento che non hanno funzionato a dovere sono, con ogni probabilità, il fatto che sia affluita molta liquidità presso l'Aim senza che venisse convogliata direttamente alle imprese. Ciò si verifica, infatti, nel caso in cui le risorse siano destinate ad aumenti di capitale, ma non qualora vadano ad alimentare il mercato secondario. A ciò si aggiunga che un'elevata quantità di risorse che affluisce sul mercato a fronte di un'offerta di titoli alquanto limitata può generare un innalzamento delle quotazioni immotivato.

In questo contesto vanno poi considerate le novità della legge di bilancio per i nuovi Pir costituiti dal 1° gennaio 2019. In particolare, è stato previsto, a conferma dell'impostazione originaria, che almeno il 70% del piano sia destinato a imprese radicate in Italia. Inoltre, e questa è la novità, almeno il 5% di questo 70% va investito in strumenti finanziari negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf), mentre un altro 5% va indirizzato in quote o azioni di fondi di venture capital (Fvc). Il che significa di fatto due cose: che una parte va convogliata in Pmi quotate all'Aim, che è un Mtf, e che un'altra parte è destinata a far decollare il venture capital.

Dall'industria del risparmio gestito sono piovute molte critiche sul fatto che queste tipologie di investimento, di per sé illiquide, mal si conciliano con la natura dei fondi aperti e si suggeriva quindi la necessità di prevedere un meccanismo d'incremento graduale, per giungere solo a regime a determinare il 10% di investimenti in strumenti ammessi su Mtf e in Fvc.

Senonché il recente decreto ministeriale del 30 aprile 2019, previsto dalla stessa legge di bilancio, ha confermato l'impostazione della medesima senza alcuna forma di gradualismo.

L'articolo 2 del Dm precisa che ai

fini del 5% destinato a Mtf e del 70% dei capitali raccolti dai Fvc si considerano ammissibili gli investimenti in equity e in quasi equity. I primi sono conferimenti di capitale ad un'impresa quale corrispettivo di una quota del suo capitale di rischio, anche attraverso strumenti finanziari partecipativi. I secondi sono un finanziamento che si colloca fra debito ed equity, con un rischio ricompreso fra i due e un rendimento che dipende dai risultati economici dell'impresa, non garantito in caso di cattivo andamento della stessa. Il quasi equity può essere strutturato come debito, non garantito e subordinato, compreso il mezzanino e convertibile in equity o come il capitale privilegiato (preferred equity).

In base all'articolo 3 ciascuna Pmi che emette strumenti finanziari negoziati su Mtf o che sono oggetto di investimento da parte di Fvc non può ricevere risorse finanziarie a titolo di misura di aiuto per il finanziamento del rischio superiore a 15 milioni.

Questa condizione va dichiarata all'intermediario che gestisce i Pir dalla Pmi emittente gli strumenti finanziari (articolo 4). Nella dichiarazione dovrà poi risultare che la stessa, al momento dell'investimento iniziale, non è quotata e soddisfa una delle seguenti condizioni:

- non ha operato in alcun mercato;
- opera in un mercato qualsiasi almeno di sette anni dalla prima vendita commerciale;
- necessita di un investimento iniziale per il finanziamento del rischio che, sulla base di un piano aziendale elaborato per il lancio di un nuovo prodotto o l'ingresso su un nuovo mercato geografico, è superiore al 50% del suo fatturato medio annuo negli ultimi cinque anni.

L'articolo 5 prevede che, nel caso di fondi di venture capital, il gestore dovrà farsi dichiarare dallo stesso Fvc il rispetto delle caratteristiche previste per tali fondi dall'articolo 1, comma 213, della legge di bilancio 2018. Lo stesso dicasi qualora l'intermediario investa in un fondo di fondi, che a sua volta dovrà ricevere analoga dichiarazione dal fondo in cui sta investendo. A loro volta i fondi di venture capital dovranno acquisire dalle Pmi in cui investono la dichiarazione stabilita dall'articolo 4 del decreto. In questo modo la verifica è compiuta fino in cima.

Occorre, comunque, considerare che il Mise si riserva di monitorare gli effetti della misura introdotta con la legge di bilancio per eventuali interventi normativi ulteriori, lasciando quindi uno spiraglio alle perplessità avanzate da molti operatori.

LA DISCIPLINA DELLE SOCIETÀ DI INVESTIMENTO SEMPLICE

Caratteristiche

- La Sis è un Fia italiano riservato a investitori professionali, costituito in forma di Sicaf che gestisce direttamente il proprio patrimonio e che:
- ha un patrimonio netto che non eccede 25 milioni;
- investe esclusivamente in Pmi non quotate nelle fasi di venture capital;
- non ricorre alla leva finanziaria;
- ha un capitale sociale di almeno 50mila euro

Pmi

- Le Pmi oggetto d'investimento sono quelle disciplinate dal regolamento (Ue n. 2017/1129 del 14

giugno 2017 che in base all'ultimo bilancio soddisfano almeno due dei seguenti tre criteri:

- numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250;
- totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni;
- fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni

Controlli

- Le Sis non sono assoggettate ai poteri regolamentari di Consob e Bankitalia in base all'articolo 6, comma 1, 2 e 2-bis del Tuf. Tuttavia il loro sistema di governo deve essere adeguato ad assicurare la sana e prudente gestione e devono stipulare un'assicurazione sulla

responsabilità civile professionale adeguata ai rischi corsi

Requisiti

- I titolari delle partecipazioni nella Sis devono rispettare i soli requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 14 del Tuf, ma non anche quelli di competenza e correttezza

Limitazione

- Per i partecipanti al capitale della Sis n base all'articolo 2359 del Codice civile e per quelli che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo c'è la possibilità di costituire una o più Sis ma nel limite complessivo di 25 milioni

Al debutto. Il patrimonio sotto 25 milioni garantisce un regime semplificato

Sis solo per investitori professionali

Il venture capital appare come l'unico vero assente in Italia nell'ambito degli strumenti di finanza alternativa, trattandosi di una modalità maggiormente sviluppata nel contesto anglosassone ma che nel nostro Paese, anche per cultura finanziaria, non ha visto un vero e proprio sviluppo. Il primo impulso si è registrato con la legge di bilancio 2019, che ha prodotto un restyling di questo canale di finanziamento. Ma un'importante prosecuzione si è avuta con il recente Decreto crescita (Dl 34/2019), che all'articolo 27 introduce le cosiddette Sis (società di investimento semplice) all'interno del Testo Unico della Finanza (Tuf) proprio per fare da volano alle iniziative di venture capital.

La disciplina della Sis è allineata a quella comunitaria dei gestori collettivi del risparmio, ma alla stessa si applicano alcune semplificazioni proprie dei cosiddetti gestori sotto-soglia. La Sis è un Fia (fondo d'investimento alternativo), riservato a soli investitori professionali, costituito in forma di Sicaf (società d'investimento a capitale fisso) che gestisce direttamente il proprio patrimonio. Essa deve rispettare le seguenti condizioni:

- patrimonio netto non eccedente 25 milioni;
- avere per oggetto esclusivo l'investimento diretto del patrimonio raccolto in Pmi non quotate su mercati regolamentati ai sensi del regola-

mento UE 2017/1129 che si trovano nella fase di sperimentazione, di costituzione e di avvio dell'attività;

- non ricorrere alla leva finanziaria;
- disporre di un capitale sociale pari almeno a quello previsto dal Codice civile per le Spa (50mila euro).

Pertanto le semplificazioni sono giustificate dalle dimensioni più ridotte dell'investimento che questo gestore è titolato ad effettuare. L'impossibilità di ricorso al debito è delegata all'intervento di venture capital, che è concettualmente un intervento di puro equity in considerazione delle dimensioni e del rischio aziendale.

In virtù del fatto di essere dei gestori sotto-soglia, quindi con un regime più light rispetto a quello ordinario, alle Sis non si applicano i poteri regolamentari di Bankitalia e Consob relativi a Sim, Sgr e Oicr. In compenso, il relativo sistema di governo va adeguato per assicurare la sana e prudente gestione e comunque le Sis devono, da un lato, stipulare un'assicurazione sulla responsabilità civile professionale adeguata ai rischi derivanti dall'attività svolta e, dall'altro, osservare le disposizioni dettate dalla Consob in materia di commercializzazione di Oicr. Sempre a livello semplificato, i partecipanti al capitale devono rispettare i soli requisiti di onorabilità di cui all'articolo 14 del Tuf e non quelli di competenza e di correttezza. Similmente a quanto disposto per le Sicav e Sicaf, la denominazio-

ne sociale della Sis contiene l'indicazione di società di investimento semplice per azioni a capitale fisso. È infine prevista una norma anti proliferazione, tale per cui i soggetti che rientrano nella nozione di controllo della Sis in base all'articolo 2359 del Codice civile (ovvero i soggetti che controllano una Sis, i soggetti da questi direttamente o indirettamente controllati o controllanti, ovvero sottoposti a comune controllo anche in virtù di patti parasociali o vincoli contrattuali), nonché i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso una o più Sis possono procedere alla costituzione di una o più Sis nel rispetto del limite complessivo di 25 milioni.

Occorre in ogni caso osservare che le Sis restano assoggettate all'obbligo di autorizzazione preventiva da parte della Banca d'Italia, sentita la Consob, secondo quanto previsto, in generale per tutte le Sicaf, dall'articolo 35-bis del Tuf. La disciplina domestica in questo modo mantiene ferma la propria impostazione, in base alla quale anche ai gestori sotto-soglia si applica la procedura di autorizzazione ordinaria alla costituzione (o allo svolgimento dell'attività) e non già una più snella forma di registrazione del veicolo, come consentito dalla disciplina europea e come effettivamente attuato in numerosi altri ordinamenti europei.